



Aktienmarkt-Prognose

www.voeb.de

Inhaltsverzeichnis

VÖB-Prognose-Überblick 3

Markteinschätzungen sowie Einzelprognosen

 Helaba 5

 NORD/LB 6

 BayernLB 8

 HSH Nordbank 9

Referentenprofile / Kontaktinformationen 10

VÖB-Prognose-Überblick

Aktienmarktindizes Europa

DAX	Stand am 28.9.2009	in 3 Monaten Dezember 2009	in 6 Monaten März 2010
BayernLB	5.736,31	5.900	5.800
DekaBank		5.750	5.500
Helaba		6.000	6.200
HSH Nordbank		4.850	4.950
NORD/LB		5.650	5.900

EUROSTOXX 50	Stand am 28.9.2009	in 3 Monaten Dezember 2009	in 6 Monaten März 2010
BayernLB	2.899,12	2.980	2.900
DekaBank		2.900	2.780
Helaba		3.100	3.150
HSH Nordbank		2.450	2.500
NORD/LB		2.850	3.000

STOXX 50	Stand am 28.9.2009	in 3 Monaten Dezember 2009	in 6 Monaten März 2010
BayernLB	2.469,68	2.550	2.510
DekaBank		2.500	2.400
Helaba		2.650	2.700
HSH Nordbank		2.120	2.160
NORD/LB		2.425	2.550

Gesamtwirtschaftliche Prognosen

Bruttoinlandsprodukt ¹	Deutschland		Euroraum		USA	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
BayernLB	-5,0	1,2	-4,0	1,0	-2,7	1,8
DekaBank	-4,6	1,2	-3,8	0,9	-2,6	2,7
Helaba	-4,9	1,8	-3,7	1,6	-2,5	2,3
HSH Nordbank	-5,0	0,9	-4,8	0,2	-2,5	0,8
NORD/LB	-4,9	1,0	-3,8	0,8	-2,5	2,2

	US-Rohöl (USD) ² 31.12.2009	S&P 500 31.12.2009	EUR / USD 31.12.2009
BayernLB	60	1.100	1,44
DekaBank	74	1.070	1,41
Helaba	75	1.140	1,30
HSH Nordbank	65	930	1,47
NORD/LB	75	1.060	1,41

Vergleichswerte vom 28.9.2009:

US-Rohöl	67,00 USD
S&P 500	1.062,98
EUR / USD	1,4620

Leitzinsen in Prozent	Euroraum Dezember 2009	USA Dezember 2009
BayernLB	1,00	0,00-0,25
DekaBank	1,00	0,00-0,25
Helaba	1,00	0,00-0,25
HSH Nordbank	1,00	0,00-0,25
NORD/LB	1,00	0,00-0,25
VÖB	1,00	0,00-0,25

Vergleichswerte:	USA	0,00-0,25 %, letzte Änderung am 16.12.2008 (-0,75)
	Euroraum	1,50 %, letzte Änderung am 05.03.2009 (-0,50)

¹ In konstanten Preisen, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent² West Texas Intermediate, Texasöl

Markteinschätzung sowie Prognose der Helaba – Landesbank Hessen Thüringen Girozentrale

Aktien erklimmen immer neue Höchststände in der seit März 2009 laufenden zyklischen Hausse. Die entsprechende fundamentale Begleitmusik liefern mehrheitlich positive Überraschungen bei den wichtigsten Konjunkturindikatoren dies- und jenseits des Atlantiks. Zwar zeigen die jüngsten Umfragen unter institutionellen Investoren, dass das Szenario einer Wachstumserholung inzwischen auch in eine etwas offensivere Allokation umgesetzt wird. Dennoch setzt immer noch ein beachtlicher Anteil der Marktteilnehmer auf ein erneutes Abgleiten der Konjunktur in die Rezession (double dip). Von zur Vorsicht mahnender Euphorie im Sinne der Kontraindikation kann derzeit somit noch keine Rede sein.

Indessen gerät das Bärenlager angesichts sich weiter verbessernder Konjunkturdaten und steigender Notierungen an den Aktienmärkten zunehmend unter Druck. Die Wette auf spürbare Kursrücksetzer im traditionellen Angstmonat September ist nicht aufgegangen und mit dem vierten Quartal beginnt die historisch stärkste Phase des Jahres. Nicht nur der durchschnittliche Kurszuwachs des US-Leitindex S&P 500 ist in den letzten drei Monaten des Jahres am höchsten. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Kursverlusten kommt ist mit 27 % am geringsten. Betrachtet man Jahre mit einer positiven Performance nach den ersten drei Quartalen, reduziert sich die Verlustwahrscheinlichkeit im vierten Quartal sogar auf 20 %. Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass gerade bei institutionellen Investoren aufgrund der Benchmarkorientierung in positiven Aktienjahren der Druck zunimmt, die Aktienquote zu erhöhen. Der Vergleich mit früheren Zyklen zeigt, dass hier noch längst nicht die Spitze erreicht ist. Auch angesichts der immer noch üppigen Liquidität, die bislang niedrigverzinslich geparkt wird, besteht noch beachtliches Nachfragepotenzial bei Aktien. Dies erklärt auch, warum die bisherigen Korrekturversuche nur von kurzer Dauer waren.

Der gegenwärtig sehr hohe Anteil positiver Überraschungen bei den Konjunkturdaten ist angesichts wachsender Erwartungen in den kommenden Monaten vermutlich nicht ganz zu halten. Daher müssen auch kleinere Kursrücksetzer eingeplant werden. Das Szenario einer zyklischen Erholung ist jedoch intakt und gewinnt zunehmend an Breite. Damit hellen sich auch die Gewinnperspektiven der Unternehmen sichtbar auf, womit das von Skeptikern angeführte Bewertungsargument an Schärfe verliert. Verglichen mit vergangenen Phasen verläuft der Kursaufschwung bislang in normalen Bahnen: Die Bewertungsexpansion bewegt sich bislang innerhalb des Bandes, dass sich aus früheren Zyklen ableiten lässt. In den kommenden Monaten wird es aber darauf ankommen, dass die Unternehmensgewinne, wie von den Frühindikatoren signalisiert, wieder spürbar zulegen können. Die Chancen dafür stehen insgesamt nicht schlecht. So sprechen die derzeit mehrheitlich positiven Gewinnrevisionen dafür, dass bei den Prognosen nach unten übertrieben wurde.

Markteinschätzung sowie Prognose der NORD/LB

- 1. US – Volkswirtschaft wächst wieder:** Die US – Volkswirtschaft befindet sich mittlerweile in einer Stabilisierungsphase. Wir rechnen für Q3/2009 inzwischen sogar mit einer noch positiveren Überraschung und haben unsere ohnehin schon optimistische Prognose für diesen Zeitraum auf nun annualisiert 3,2% angehoben. Damit würde das BIP – Wachstum im Jahresdurchschnitt bei -2,5% liegen. Ferner signalisieren Indikatoren wie z.B. die „Prices Paid“ der Befragungen der regionalen Notenbanken, dass Inflationssorgen in den USA nach und nach zuzunehmen scheinen. Mit weiter anziehenden Inflationserwartungen sollten dann sukzessive auch die Kapitalmarktzinsen zulegen.
- 2. Euroland:** Auch in Euroland hat die Wirtschaft das Konjunkturtal hinter sich gelassen und wird im 2. Halbjahr 2009 erstmals nach anderthalb Jahren wieder positive Wachstumsraten ansteuern. Dennoch wird das BIP der Eurozone insgesamt in diesem Jahr um -3,8% schrumpfen. Im 3. Quartal werden vor allem die Schwergewichte Deutschland und Frankreich – ähnlich wie bereits im 2. Quartal – eine wichtige Stütze der konjunkturellen Erholung bilden. Die Liquiditätsmaßnahmen der EZB - wie den zur Jahresmitte unbegrenzt zum Hauptfinanzierungssatz zugeteilten Jahrestender – wirken wie zusätzliche Zinssenkungen. Die sehr expansive Geldpolitik wird nicht dauerhaft fortgesetzt werden können. Allerdings wird die EZB die Zinswende nicht vor Mitte 2010 einleiten.
- 3. Deutschland:** Für das 3. Quartal 2009 verdichten sich die Anzeichen, dass die Erholung kräftiger als im 2. Quartal 2009 ausfallen wird. Die derzeitige wirtschaftliche Entwicklung wird vor allem durch die expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen gestützt, von einem selbst tragenden Aufschwung sind wir noch weit entfernt. Wir erwarten sogar, dass sich nach einer relativ robusten Entwicklung bis zum Jahresende im kommenden Jahr die Konjunkturerholung eher schleppend vollziehen wird. Zu Belastungsfaktoren für 2010 zählen die zu erwartende Zunahme der Unternehmensinsolvenzen und der Anstieg der Arbeitslosigkeit, was sich wiederum belastend für den privaten Konsum auswirken dürfte.
- 4. Zum deutschen Aktienmarkt:** Der seit März andauernde dynamische Anstieg des DAX ist nach unserer Auffassung weniger von der fundamentalen Entwicklung als mehr von der Liquidität, der Charttechnik, einer Beruhigung im Finanzsektor sowie der Hoffnung auf ein schnelles Ende der Weltwirtschaftskrise getrieben. Gleichzeitig ist die Risikobereitschaft der Anleger – sowohl bei Aktien als auch bei Corporates - wieder gestiegen. Vor dem Hintergrund des rund 60 %-igen Wertzuwachses des Dax seit seinem Jahrestief halten wir deshalb in den kommenden Monaten eine Korrektur des DAX im Bereich von 5 – 10% für wahrscheinlich. Im Rahmen der im Herbst anstehenden Berichtssaison rechnen wir mit einigen Überraschungen, sowohl in positiver als auch in negativer Hinsicht.

5. **Zum Ölpreis:** Den Ölpreis erwarten zum Jahresende bei etwa 75 USD pro Barrel. Im Zuge der weiteren weltweiten konjunkturellen Erholung und einer anziehenden Nachfrage – insbesondere aus Ländern wie China oder Indien - sehen wir für 2010 einen durchschnittlichen Preis pro Barrel von USD 80, wobei Werte zum Jahresende 2010 von USD 100 pro Barrel wahrscheinlich sind.

Markteinschätzung sowie Prognose der BayernLB

Die kräftige Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten seit März 2009 wurde im Wesentlichen von folgenden Faktoren getrieben: Erstens signalisierte die fortgesetzte Erholung der Konjunktur-Frühindikatoren die Überwindung der weltweiten Rezession, was in Verbindung mit der erfolgten Entspannung der Finanzkrise zu einer Rückkehr des Risikoappetits der Investoren und damit zu einer Ausweitung der zuvor stark gedrückten Bewertungen führte. Zweitens stabilisierten sich insbesondere nach der besser als erwarteten Unternehmens-Berichtssaison zum zweiten Quartal 2009 die Konsens-Prognosen für die Unternehmensgewinne 2009 und 2010, die zuvor massiv nach unten revidiert worden waren. Drittens erhielten die Aktienmärkte Unterstützung von der sehr expansiven Geldpolitik der Notenbanken, die für niedrige Zinsen und umfangreiche Liquidität sorgte.

Wie stellen sich diese Faktoren nun Ende September 2009 dar und welche Perspektiven ergeben sich hieraus für die Aktienmärkte in den nächsten sechs Monaten? Der am Ende von Rezessionen übliche Prozess sinkender Risikoprämien ist zwar intakt, aber schon relativ weit fortgeschritten. Das auf Basis erwarteter Gewinne (12-Monats-Konsens-Prognose) berechnete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des EURO STOXX lag Ende September wieder bei knapp 14 (DAX: 14; S&P 500: 15) und damit in etwa auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts. Zu den Tiefständen im November 2008 sowie im März 2009 hatte es noch unter 9 betragen. Im Anschluss an Rezessionen ist es zwar nicht ungewöhnlich, dass die KGVs deutlich über langjährige Durchschnitte steigen, unter der Annahme auf absehbarer Zeit gedämpfter Wachstumsperspektiven und weiterhin vorhandener Risiken im Finanzsystem ist im Vergleich zu früheren Erholungsphasen aber eine moderatere Bewertung zu erwarten. Die Indikatoren zur Messung des Risikoappetits der Investoren sind in den letzten Monaten schon auf relativ hohe Niveaus gestiegen und signalisieren, dass sich die im Winter 2008/09 vorherrschende extreme Risikoaversion bereits verflüchtigt hat. Dies manifestiert sich beispielsweise in deutlich verringerten Liquiditätsquoten. Das Potenzial für weitere, durch sinkende Risikoprämien getriebene Kurssteigerungen erachten wir daher als begrenzt.

Positive Einflüsse gehen auf Sicht von sechs Monaten von den Unternehmensgewinnen aus, da der Tiefpunkt im Gewinnzyklus 2009 durchschritten wird und 2010 wieder steigende Gewinne zu erwarten sind – selbst wenn die Konsens-Gewinnprognosen nochmals nach unten korrigiert werden müssten. Sich erholende Unternehmensgewinne bilden die Grundlage für eine auf mittlere Sicht weiter aufwärts gerichtete Tendenz an den Aktienmärkten. Diese dürfte jedoch im ersten Halbjahr 2010 unterbrochen werden, wenn eine erneute Abschwächung der Konjunkturdynamik und der in den Fokus rückende Ausstieg der Notenbanken aus der sehr expansiven Geldpolitik die Aktienmarkt-Risikoprämien vorübergehend wieder steigen lassen. Im nächsten Jahr wird die dynamische Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten daher in eine Phase mit größeren Kursschwankungen münden. Den DAX erwarten wir auf Sicht von drei Monaten (Dezember 2009) bei 5900 Punkten und auf Sicht von sechs Monaten (März 2010) bei 5800 Punkten. Für den EURO STOXX 50 rechnen wir mit 2980 bzw. 2900 Punkten.

Markteinschätzung sowie Prognose der HSH Nordbank AG

Die Rezession ist an den Aktienmärkten offensichtlich schon Geschichte. Die seit dem zweiten Quartal in verschiedenen Bereichen erkennbare Stabilisierung hat bei vielen zuvor nach Worst-Case-Annahmen handelnden Akteuren zu einem Sinneswandel geführt – seit März haben die Aktienmärkte weltweit eine dynamische Erholungsbewegung vollzogen. Unterstützung lieferte dabei die jüngste Berichtssaison. Vielfach fielen Q2-Ergebnisse weniger schwach aus, als zuletzt befürchtet wurde. Damit fand auch die zuvor stark ausgeprägte Erosion der Gewinnschätzungen allmählich ein Ende. Das III. Quartal wird insbesondere im Vorjahresvergleich ebenfalls ordentliche Gewinnsteigerungen zeigen.

Allerdings ist eine Stabilisierung noch kein selbst tragender Aufschwung. In vielen Branchen hat man das Jahr 2009 gedanklich bereits abgehakt und es wird auf Besserung im nächsten Jahr gehofft. Ob die für 2010 erwarteten Ergebniszuwächse aber realistisch sind, muss zumindest kritisch hinterfragt werden. Bisher ist der überwiegende Teil der Ertragszuwächse auf eine Reduzierung der Kosten zurückzuführen. Gerade im vierten Quartal des laufenden Jahres und vor allem im nächste Jahr kommt es auf eine Ausweitung der Umsätze bei möglichst gleich bleibender Marge an, denn auf der Kostenseite ist nicht mehr viel zu holen.

Die Geschwindigkeit, mit der sich die Aktienmärkte erholt haben, hat offensichtlich viele Akteure überrascht. Angesichts eines vorherrschenden Anlagedrucks wurde jeder kleine Rücksetzer zum Aufbau von Positionen genutzt. Dass dabei angesichts der aktuellen Ertragsperspektiven bereits wieder ein sehr optimistisches Bewertungsniveau erreicht wurde, ist wohl angesichts zuversichtlich stimmender Konjunkturindikatoren aus dem Blickwinkel verdrängt worden. Damit ist die Zeit aber Reif für eine spürbare Korrektur.

Nach wie vor betrachten wir Ergebnismultiplikatoren-basierte Prognosen für die Aktienmärkte mit einer gehörigen Portion Vorsicht Skepsis. Diverse, zum Teil klassisch spätzyklische, Faktoren bergen noch Risiken. Zu nennen ist insbesondere die ansteigende Arbeitslosigkeit. Ergänzend belasten die zumindest erschwerten Rahmenbedingungen für eine Kreditfinanzierung insbesondere des Mittelstandes. In einigen Branchen war die jüngste Erholung lediglich eine Folge zuvor deutlich reduzierter Lagerbestände. Des Weiteren geht ein Teil der leichten Belebung der wirtschaftlichen Aktivität zum Gutteil auf die Wirkung der staatlichen Konjunkturprogramme zurück, die allerdings irgendwann auslaufen bzw. bereits ausgelaufen sind (Stichwort Abwrackprämie).

Insgesamt rechnen wir auch in 2010 nur mit einem schwachen Wirtschaftswachstum. An den Aktienmärkten dürfte vor diesem Hintergrund die Volatilität weiter hoch bleiben. Unterstützung erhalten die Aktienmärkte jedoch von dem anhaltenden Niedrigzinsniveau. Nichts desto trotz sollte in den nächsten Wochen und Monaten wieder Ernüchterung eintreten, vor allem bei Zeichen für einen sehr harzigen konjunkturellen Aufschwung. Das sollte zu einer spürbaren Korrektur führen, die den DAX durchaus noch mal unter die 5.000er-Marke führen könnte. Erst im Laufe des nächsten Jahres wird es wieder zu festern Notierungen in Richtung des aktuellen Kursniveaus kommen.

Kontaktinformationen



BayernLB

Dr. Jürgen Pfister
Chefvolkswirt
Brienner Straße 18, 80333 München
Tel. 0 89/21 71-2 17 50
E-Mail: juergen.pfister@bayernlb.de



DekaBank

Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt
Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt / Main
Tel. 0 69/71 47-23 81
E-Mail: ulrich.kater@dekabank.de



Helaba

Markus Reinwand, CFA
Aktienmarktstrategie, Volkswirtschaft/Research
Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt
Tel. 0 69 /91 32-4723
E-Mail: Markus.Reinwand@helaba.de



HSH Nordbank

Dirk Gojny
Head of Research
Gerhart-Hauptmann/Platz 50, 20095 Hamburg
Tel. 0 40/33 33 11 856
E-Mail: dirk.gojny@hsh-nordbank.com



NORD/LB

Volker Sack
Head of Company Research
Friedrichwall 10, 30159 Hannover
Tel. 0 511/361-53 53
E-Mail: volker.sack@nordlb.de



WestLB

Martin Gilles
Head of Portfolio Strategy & SRI
Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf
Tel. 0 211/8 26-56 58
E-Mail: martin.gilles@westlb.de

Herausgeber:
Bundesverband Öffentlicher
Banken Deutschlands, VÖB
Lennéstraße 11, 10785 Berlin
Postfach 11 02 72, 10832 Berlin
Telefon 0 30/81 92-0
Telefax 0 30/81 92-2 22
E-Mail: postmaster@voeb.de
Internet: www.voeb.de

Redaktion:
Dr. Tilo Wendler

Stand: 29. 09. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de